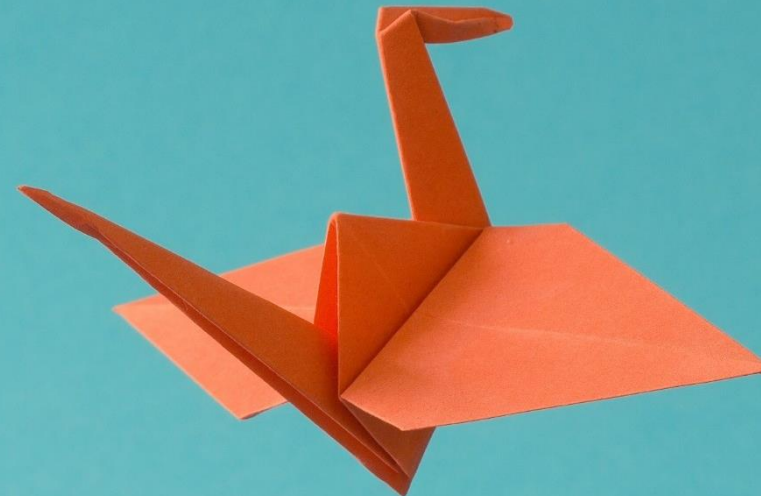


Beleggen in een onzekere wereld

Van geopolitiek naar robuuste portefeuilles

2 juni 2026 | Zeist



Even voorstellen



Thomas van Galen

Chief Strategist
Achmea IM



Nienke Swart

Fiduciair Specialist
Achmea IM

Agenda

1

Geopolitiek is terug

2

Filosofie Achmea IM

3

Beleggingsbeleid onder de WTP



Geopolitiek is terug

Dat vergroot structureel de onzekerheid voor beleggers

Interview
Thomas van Galen

'Beleggers moeten weer gaan denken in termen van scenario's'

De zegetocht van de liberale markteconomie is voorbij. Politici, bedrijven en beleggers moeten zich daarop instellen, vindt hoofdstrateeg Thomas van Galen van Achmea IM. 'De aandelenrendementen van de laatste vijftien jaar kan je niet extrapoleren.'

Tekst Marcel de Boer en Arend Clahsen
Fotografie Roger Cremers



Hoe kan het dat Nederland vier jaar na de Russische inval in Oekraïne een milde winter uitkomt met de laagste aardgasvoorraden in jaren? Dat Nederland door de oorlog in Iran opnieuw is overgeleverd aan de grillen van de wereldmarkt? Terwijl tankers hun koers verleggen van Europa naar Azië, zijn bij de start van het valseizoen de prijzen onthoogdevochten. De situatie lijkt meteen akelig veel op die van 2022.

'Dit is eigenlijk wat je steeds ziet', zegt hoofdstrateeg Thomas van Galen van vermogensbeheerder Achmea Investment Management in een gesprek op het hoofdkantoor in Zéist. Elke keer wordt er gerespecteerd dat soort disruptieve momenten zich voordoen - of het nu gaat om corona, de oorlog in Oekraïne, het beleid van Trump of deze oorlog - maar daarna is er toch de aanname dat de situatie terugkeert naar het oude evenwicht. Dat zie je in overheidsbeleid, maar ook in reacties op de financiële markten. Het verhuut dat er onder de oppervlakte van alles en nog wat er anders. Dat besef is er onomloofde.'

Uitvoering op de rug
Dit jaar kan Van Galen (41) daar zelf wat aan doen. De Nederlandstalige van CJA Society, de vereniging voor beleggingsprofessionals, heeft hem gevraagd de macroindicatie te schrijven voor het verplichte jaarlijkse onderzoekprogramma onder Mifid II.

De kern? Dat de wereld van de laatste drie decennia onder zware druk staat. De periode waarin de markten konden rekenen op een structureel stabiele omgeving is voorbij, met als de zekerheid van lage inflatie, een vrije wereldhandel en vrij verkeer van kapitaal. Dit is geen van mijn bedshow. Via de politiek, economie en de financiële markten krijgt iedereen met deze veranderingen te maken.

Zo is de onafhankelijkheid van centrale banken, die decennialang maakten over de monetaire stabiliteit, minder vanzelfsprekend geworden. Er kwam een inflatieschok en nu schieten de prijzen onthoogd door de oorlog in Iran. En zijn het geen geopolitieke spanningen, dan kunnen verstoringen van toeleveringsketens, nationaal industriebeleid of de energievoorziening de situatie ontregelen. Intussen dreigt fiscal dominantie, waarbij centrale banken een lage rente hanteren om de staats schulden betaalbaar te houden. Het gevaar voor buitenspelers en beleggers is dat structureel hoge inflatie de koopkracht erwaart van bezittingen aftuut.

Daarmee lijkt de stabiliteit van de laatste dertig jaar de uitvoering op de regel te zijn geweest. De huidige situatie, met een multipolair wereld, inflatieschokken en instabiliteit heeft meer gemeen met de periode van de Tweede Wereldoorlog tot eind jaren tachtig. Dat vraagt volgens de strategie om een beleid waarbij meer weerstand tegen schokken wordt ingebouwd. Zoals met dat gas.

Om als belegger vat te krijgen op de huidige ontwikkelingen, priipt Van

Galen terug op Frankrijk die vlak voor de lijnse Muur in 1980 zijn essay 'The End of Ideology' schreef. Het was de liberale markteconomie die de wereld overtuigde van de overtuiging het publieke leiderschap te overtuigen en te overtuigen. De geschiedenis is kypama op hegelaan worden als dialectische twee tegengesteld en antithese, opgesplitst. Zo worden en communisme en socialisme. Het zijn kenmerken van in de andere opgenomen voorbeeld aan weerszijde die arbeiders beschermen tegen uitbuiting.

'Het gaat niet alleen om maximaal rendement, je moet ook nadenken over de risico's bij een negatief scenario'

Het is duidelijk dat de geschiedenis niet is opgehouden met de instorting van de Sovjet-Unie. Er is een nieuwe antithese ontstaan tegenover de liberale markteconomie: het populisme. Van Galen: 'Noem ze de verliezers van de globalisering. In de VS is dat maga, maar in Europa hebben we ook veel bewegingen.' De afgelopen jaren waren er gele Hoopjes in Frankrijk en kwam de AfD op in Duitsland. In Nederland was er een hele trits bewegingen, van de Lijst Pim Fortuyn tot de PVV en Forum voor Democratie.

'Allemaal wijzen ze op de instituten die niet representatief zouden

- Cv**
- **1984** Geboren in Utrecht
 - **2006-2008** Hogeschool van Amsterdam, Financial Services Management
 - **2009-2011** MSc Finance, cum laude
 - **2010-2018** Cardano, onderzoeker
 - **2012-2015** Netspar, member editorial board
 - **2012-2022** Vrije Universiteit, iemiscient
 - **2019-2021** Cardano, hoofdeconomie
 - **2019-2022** Senior strateeg De Beers/Financiële Bank
 - **2022-2025** Strategie Blue Sky Group
 - **2025-heden** Hoofdstrateeg Achmea Investment Management



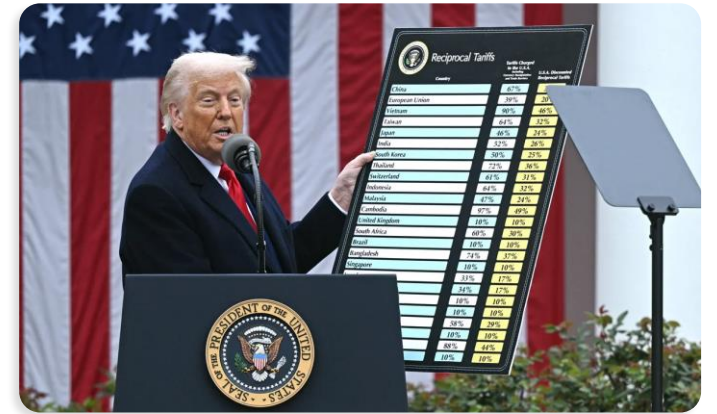
ik naar de legislatieve periode van 1990 tot 1998. Toen was er ook disruptie en moesten we ook beleggers. Ook toen kon je goede rendementen halen, maar op basis van andere spelregels.' Beleggers moeten weer in scenario's gaan denken, zegt Van Galen. Dat idee komt bij de Rand Corporation vandaan, en bij Shell. Het olieconcern werd in de jaren zeventig wereldbreed met zijn scenario's. Die werden ontwikkeld vanuit de gedachte: wat zou als de stabiliteit die we zien in de ontwikkeling van de olieprijs er in één keer niet meer? In de huidige situatie, waarin je nog niet weet wat het nieuwe evenwicht gaat worden, moeten we dus ook weer gaan nadenken in termen van scenario's, in termen van robuustheid.'

Nadrukkelijk interacteren
Bij Achmea heeft Van Galen dit uitgewerkt in drie lagen: de wereldwijde, de economische orde en de financiële orde. 'In de mondiale wereld was er een redelijke scheiding tussen de economische macht en de militaire macht. En nu zie je die twee heel nadrukkelijk interacteren.'

Een ander kantel is dat van de energieprijs. De oorlog in Iran bevocht niet alleen Europa, maar ook de VS. 'Ik vraag al geschiedkundig aan een collega wat er waarschijnlijk is: ik regime change in Iran of in de VS als de VS vreesd dat er een langer economisch worden getuigt, gaan de geopolitieke waarschijnlijk nog harder onderuit bij de midterms. Dan is het ironisch dat het hebben van zoveel macht niet betekent dat de uitkomsten voor jou ook positief zijn.'

Een laag draainder is de impact op de financiële markten. Een aantal oude zekerheden gaat niet langer op, zoals het aloude mechanisme dat aandelen onderaangaan, obligaties in een tijd met inflatiedringing en mogelijke fiscal dominantie.

Het betekent dat je robuustere portefeuilles moet bouwen, met een plek voor relic assets als vastgoed, infrastructuur en goud en grond-

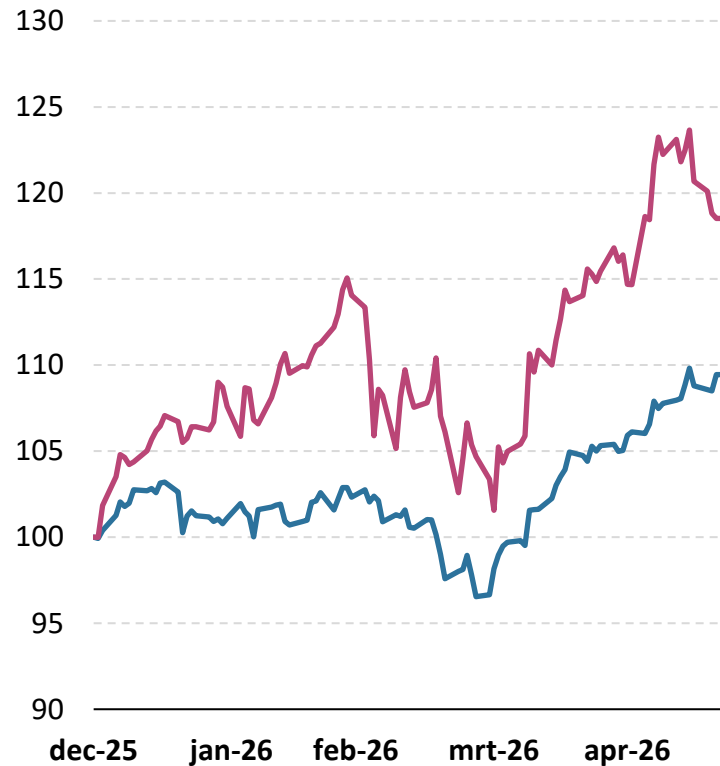


Marktontwikkelingen 2026

Aandelen bereiken all time high, rente en inflatie lopen weer op

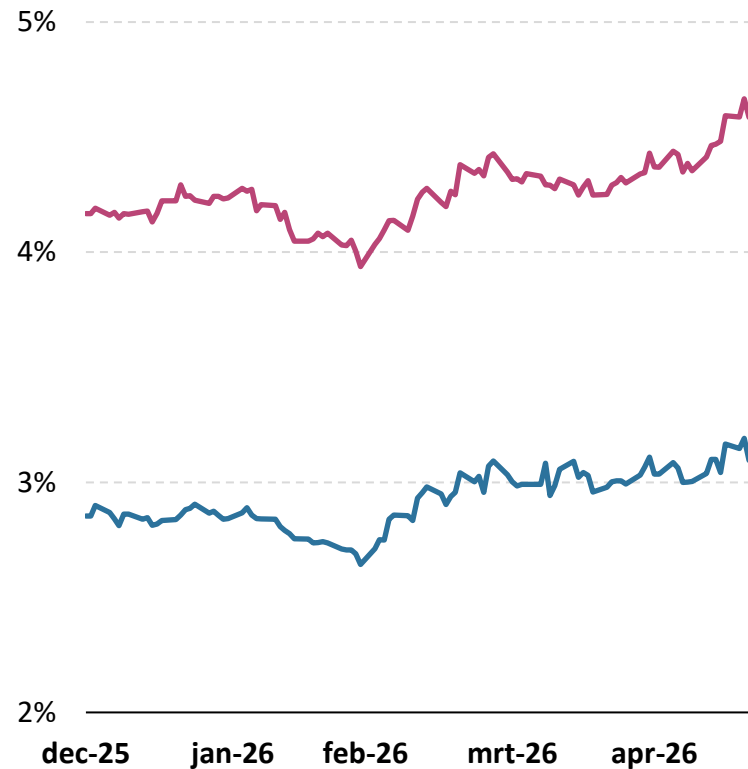
AANDELEN

MSCI World (TR in euro)
MSCI EM (TR in euro)



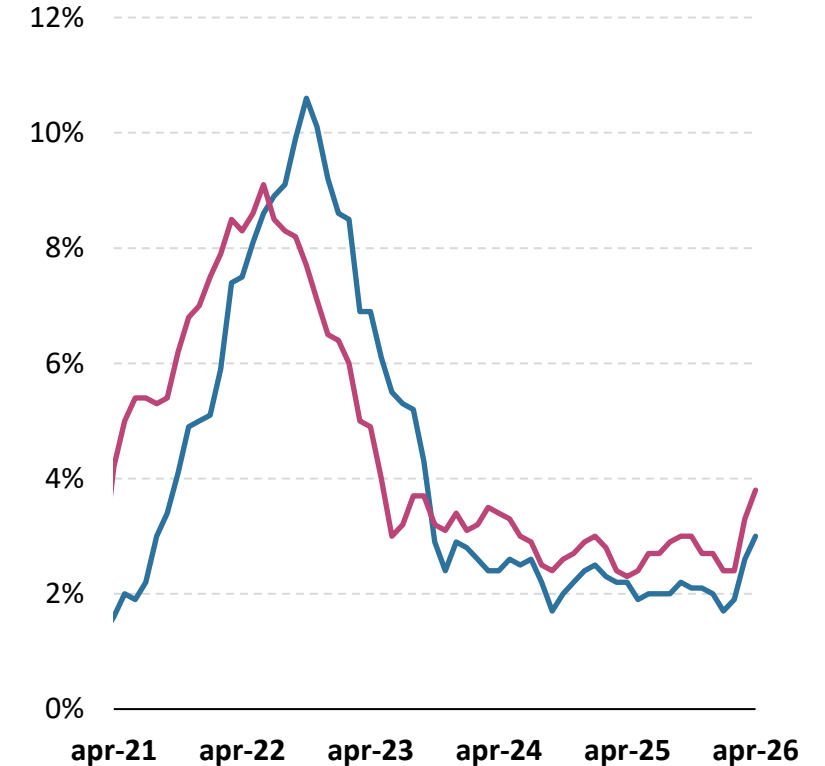
RENTE

10-jaarsrente Duitsland
10-iaarsrente VS



INFLATIE

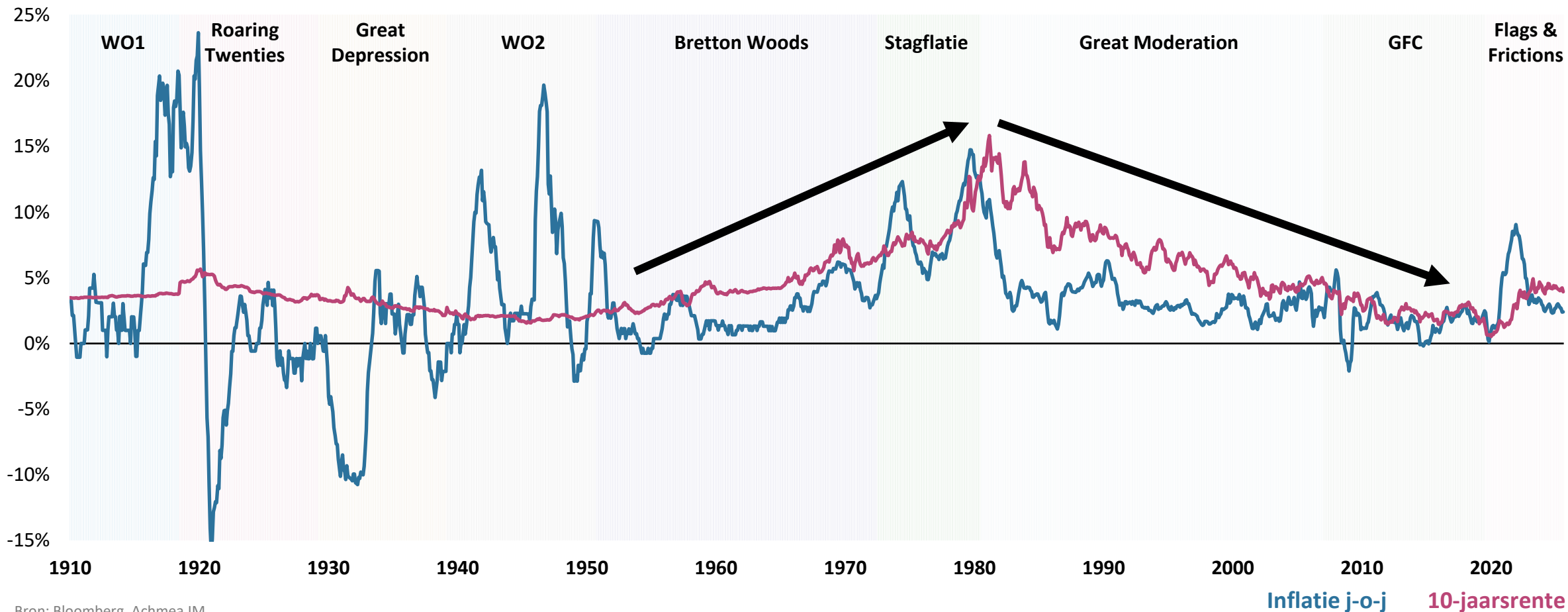
Inflatie eurozone (CPI J-o-J)
Inflatie eVS (CPI J-o-J)



Inflatie en rente bewegen in langjarige regimes

De Corona- en Oekraïne crises betekenden het einde van het regime met lage inflatie en lage rentes

VERENIGDE STATEN: INFLATIE (J-O-J) EN 10-JAARSRENTE

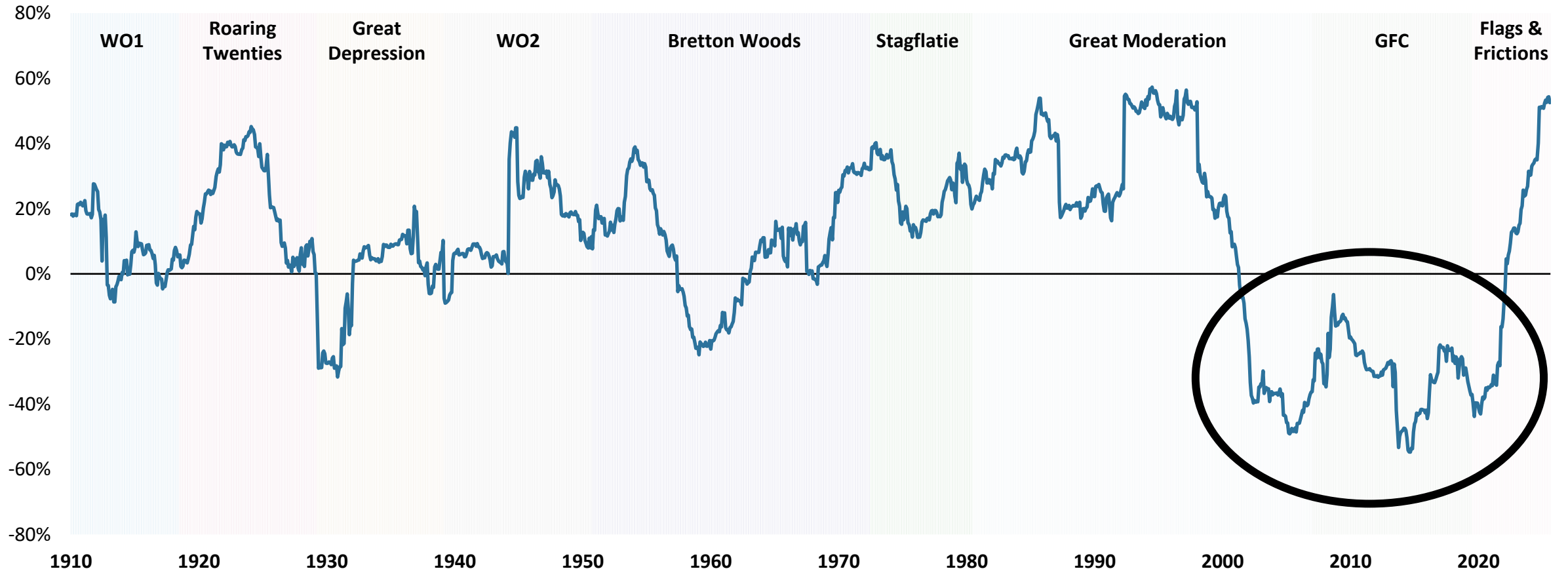


Bron: Bloomberg, Achmea IM

Correlaties zijn niet stabiel

Instabiele correlaties kunnen diversificatie onder druk zetten wanneer het nodig is

5-JAARS CORRELATIE TUSSEN AANDELEN EN STAATSOBLIGATIES



Bron: Bloomberg, Achmea IM

5-jaarscorrelatie Correlatie: Aandelen met Staatsobligaties

Agenda

1

Geopolitiek is terug

2

Filosofie Achmea IM

3

Beleggingsbeleid onder de WTP



Optimalisaties geven suboptimaal resultaat

Doordat beleggingsregimes verschuiven, werken voorspellingen slecht

De tekortkomingen van optimalisaties zijn al lang bekend



Broadie (1993):

Schattingsfouten zijn groot
Optimalisaties versterken hun impact op de uitkomsten



Oplossingsrichtingen:

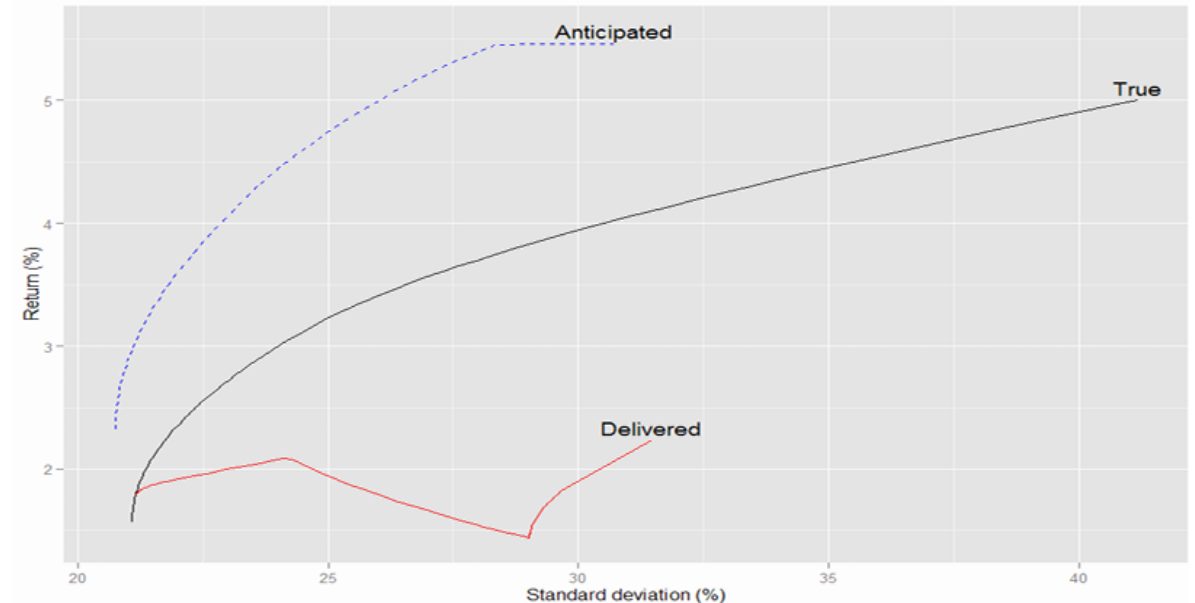
Streef naar robuustheid
Gebruik optimalisaties als 'trade-off engine'
Vermijd hoekoplossingen en concentratie



Praktijkoplossingen:

Risk parity (*all weather*)
scenario-analyses met 'near optimal' allocaties

Bron: UBS (2013)



De efficiënte grenslijn:

Anticipated

ex-ante ingeschatte efficiënte grenslijn op basis van verwachtingen

True

achteraf vastgestelde efficiënte grenslijn op basis van de realisaties

Delivered

feitelijk gerealiseerde risico-rendementsverhouding van portefeuilles die ex ante efficiënt leken

Diversificatie over scenario's

Spreiding over risicocategorieën voorkomt afhankelijkheid van één economisch regime

De zeven risicocategorieën verschillen in:

Gevoeligheid naar groei- en inflatieschokken

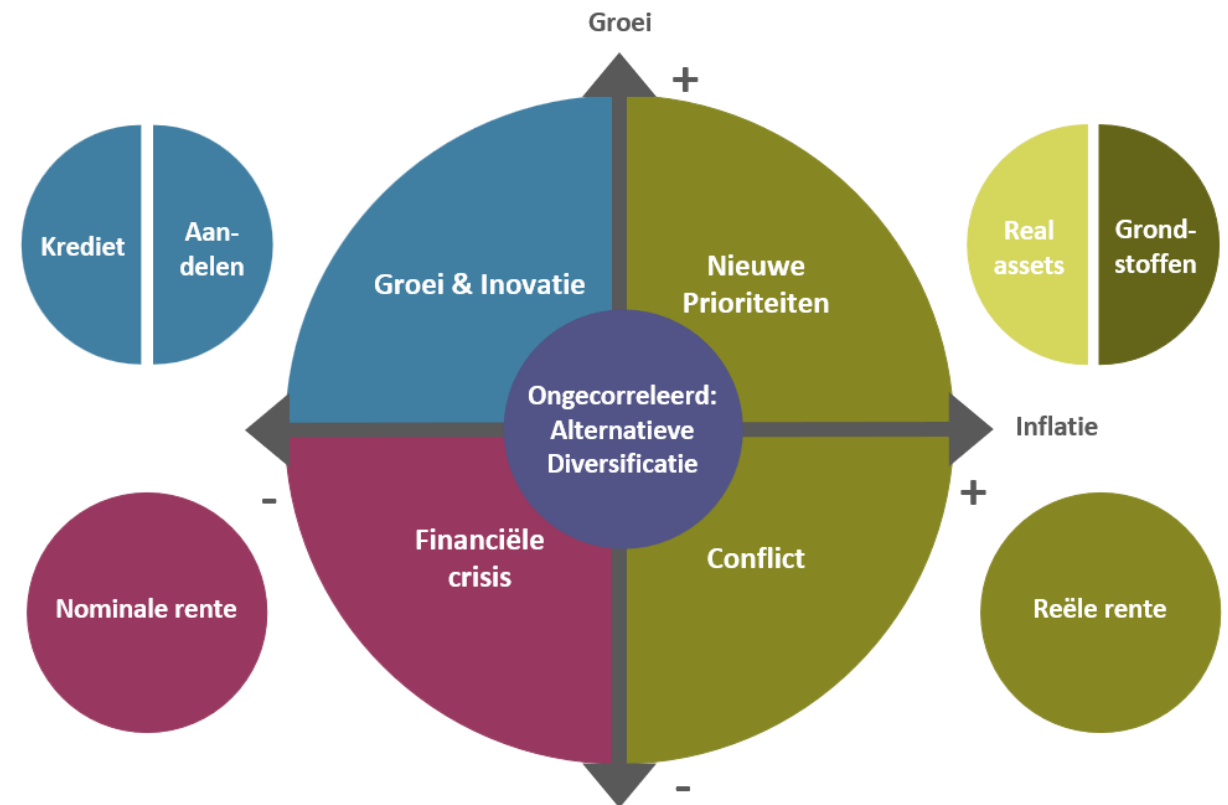
Risicoprofiel & grootte risicopremie

Spreiding over risicocategorieën vormt de basis voor een effectieve portefeuillediversificatie:

Traditioneel worden portefeuilles gedomineerd door Aandelen, Krediet en Nominale rente

Dit maakt ze gevoelig voor hoog inflatie scenario's

Meer stabiliteit door spreiding over economische regimes



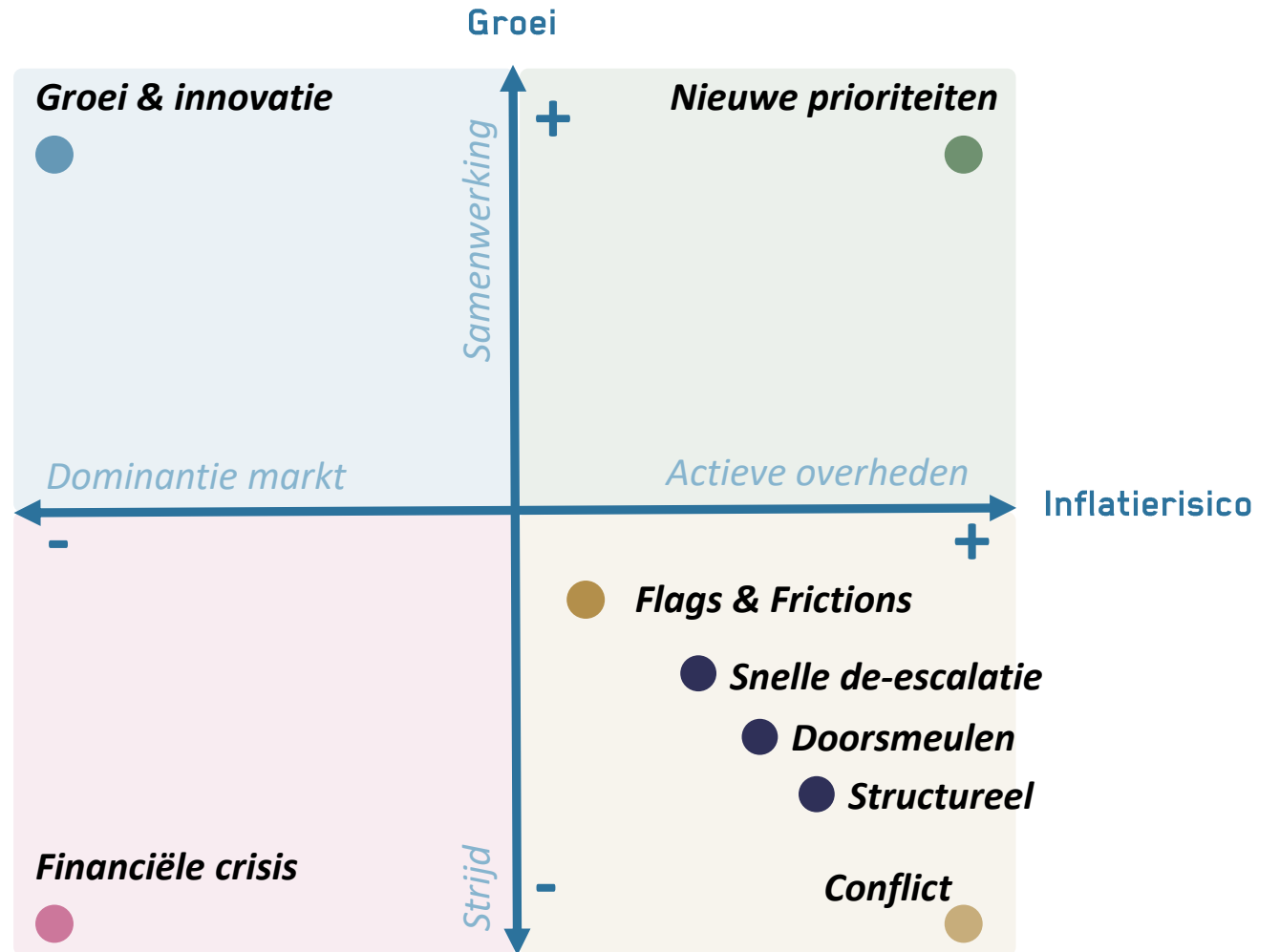
Themasenario's vereisen niet automatisch nieuwe portefeuilleanalyses

Zolang nieuwe scenario's niet extremer zijn dan de risicoscenario's blijft de portefeuille robuust

Iran scenario's

De drie Iran-scenario's zijn hiernaast geplott in onze matrix.

Conflict blijft een extreem scenario.



Agenda

1

Geopolitiek is terug

2

Filosofie Achmea IM

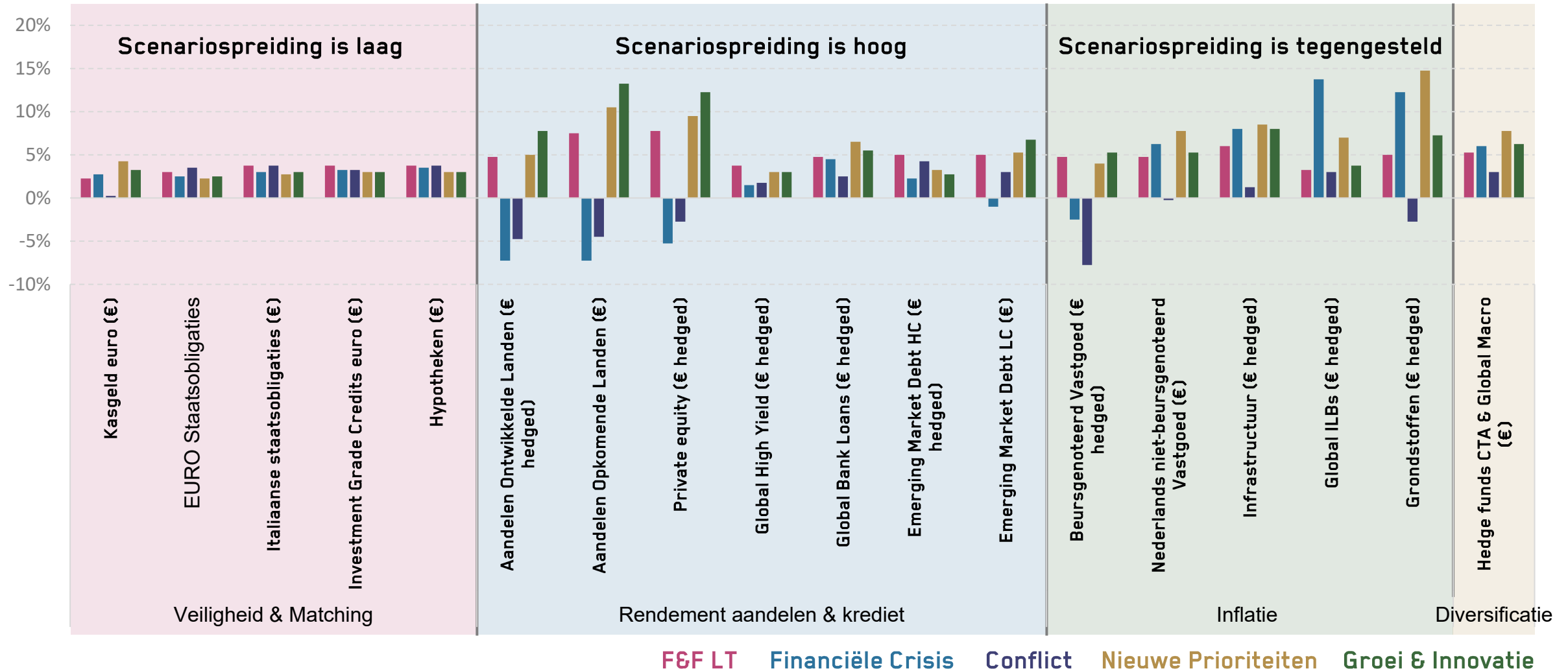
3

Beleggingsbeleid onder de WTP



Alle bouwblokken hebben een eigen profiel

De beleggingsrendementen zijn scenario-afhankelijk



Onze referentieportefeuille geeft positieve rendementen in alle scenario's

Portefeuilles met hoog gewicht in aandelen en krediet zijn kwetsbaar in Conflict en Financiële crisis



De portefeuille is gekalibreerd op een combinatie van:

Stochastisch basisscenario (Flags & Frictions)

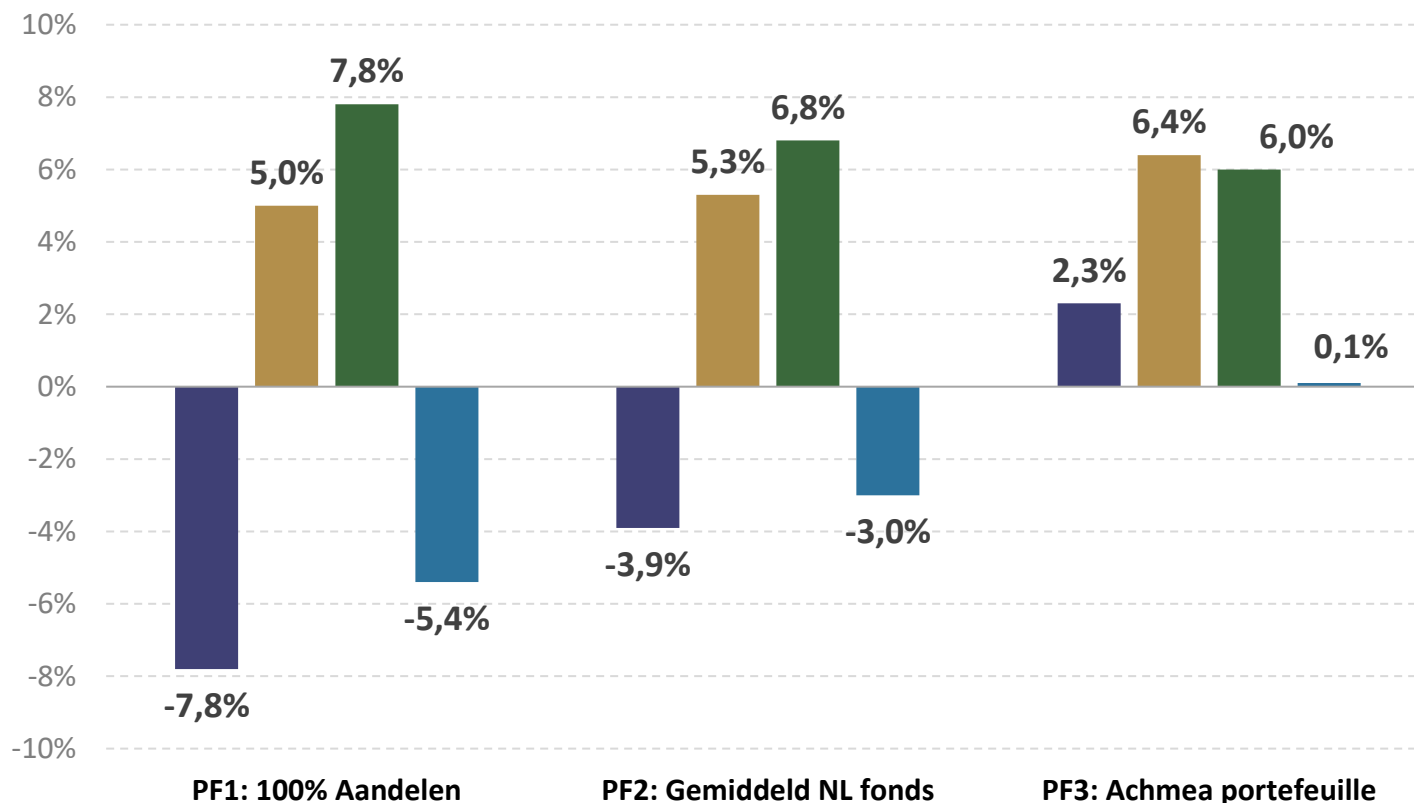
Deterministische stress-scenario's



Stress-tests langs de assen economie en inflatie:

- Conflict* → lage groei & hoge inflatie
- Nieuwe prioriteiten* → hoge groei & hoge inflatie
- Groei & innovatie* → hoge groei & lage inflatie
- Financiële crisis* → lage groei & lage inflatie

GEMIDDELD MEETKUNDIG JAARRENDEMENT OVER 5 JAAR IN STRESS-SCENARIO'S

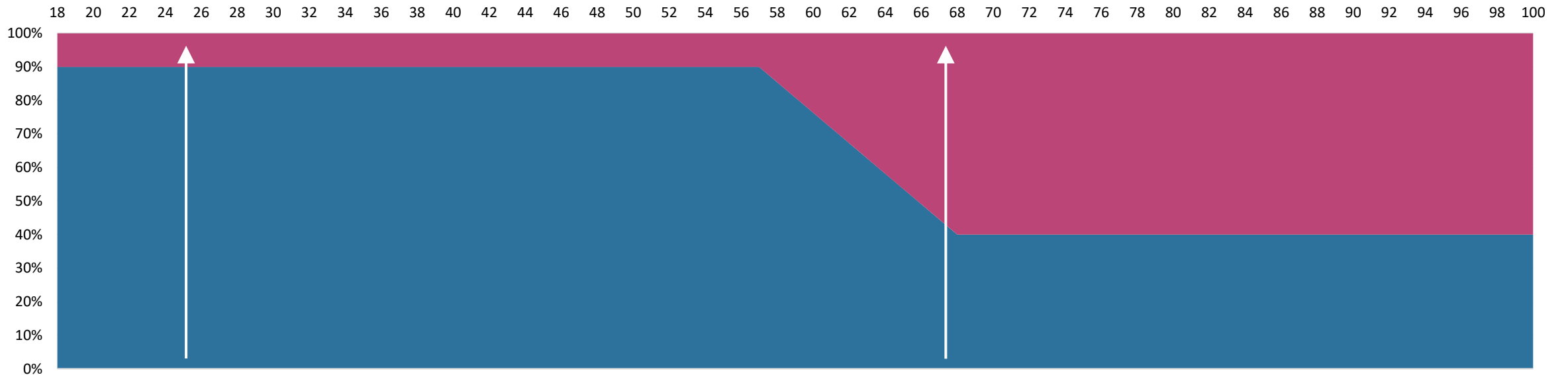
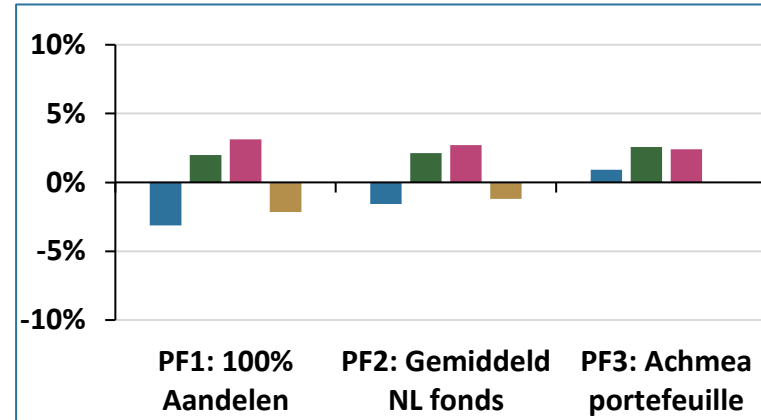
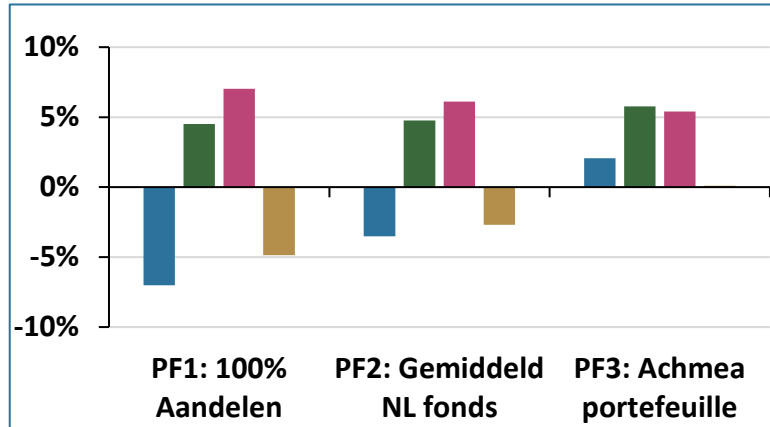


Bron: Achmea IM, Ortec

Conflict Nieuwe Prioriteiten Groei & Innovatie Financiële Crisis

Scenario impact op maatmensniveau

Op cohortniveau is risicoafbouw duidelijk zichtbaar



Bron: Achmea IM, Ortec GLASS

Return Matching

Impact van risicoscenario's op vervangingsratio's

Goede spreiding verkleint volatiliteit van vervangingsratio's



Maatmens uitkomsten:

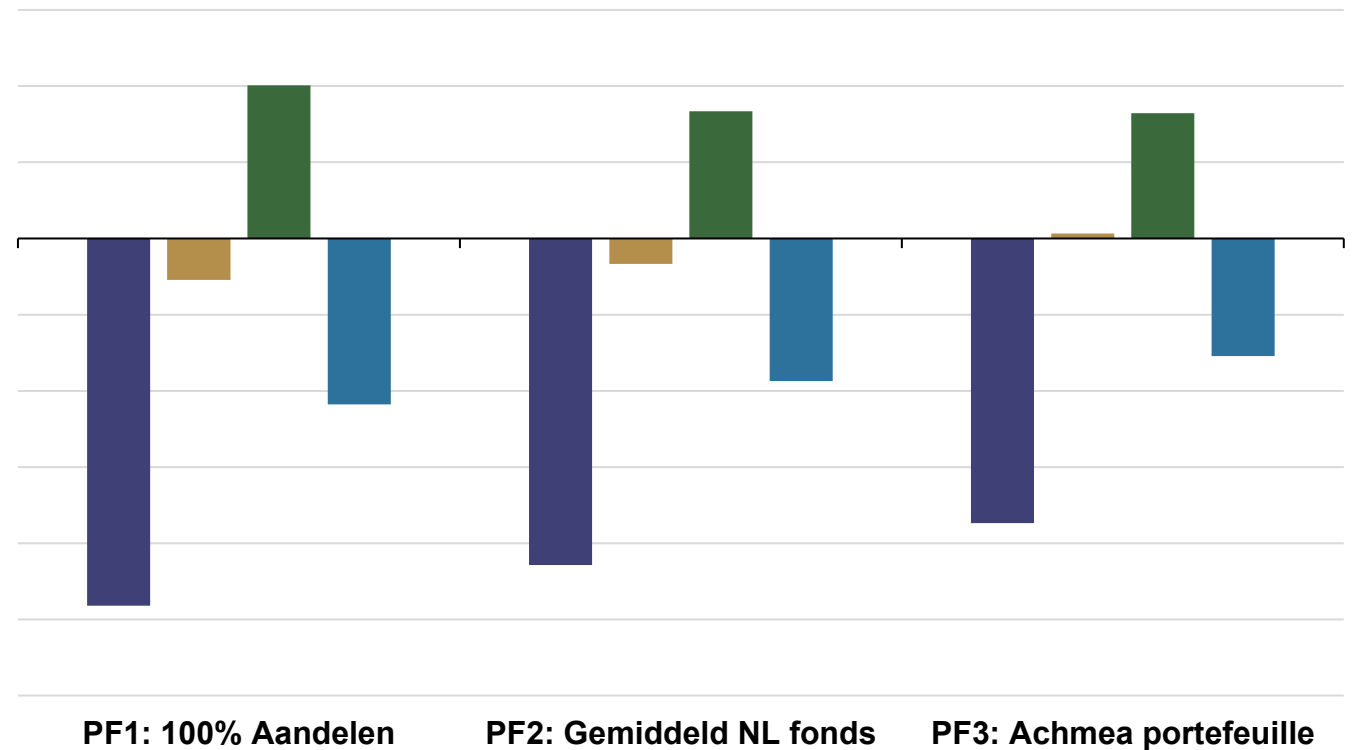
Een 45-jarige maatmens als voorbeeld
Deterministische stress-scenario's



Stress-tests langs de assen economie en inflatie:

- Conflict* → lage groei & hoge inflatie
- Nieuwe prioriteiten* → hoge groei & hoge inflatie
- Groei & innovatie* → hoge groei & lage inflatie
- Financiële crisis* → lage groei & lage inflatie

VERVANGINGSRATIO'S 45-JARIGE IN DE RISICOSCENARIO'S



Bron: Achmea IM, Ortec

Conflict Nieuwe Prioriteiten Groei & Innovatie Financiële Crisis

Key takeaways

Start vanuit een blanco canvas

1

Focus op robuustheid in een wereld vol geopolitieke onzekerheid.

2

Start vanuit een goed ontwikkelde beleggingsfilosofie.

3

Construeer een portefeuille die goed gediversifieerd is over risicobronnen.



Disclaimer

Achmea Investment Management B.V. ("**Achmea IM**") heeft de informatie in dit document met zorg samengesteld. Deze informatie is alleen bestemd voor gekwalificeerde beleggers en/of professionele beleggers zoals bedoeld in de Wet op het financieel toezicht ("**Wft**").

Dit document is of bevat (i) geen aanbod of uitnodiging om financiële instrumenten te kopen, te verkopen of te verhandelen (in de zin van 1:1 Wft), (ii) geen beleggingsaanbeveling of beleggingsadvies (in de zin van 1:1 Wft), en (iii) geen juridisch of fiscaal advies. Raadpleeg in voorkomende gevallen een juridisch of fiscaal adviseur. Achmea IM raadt u af een (beleggings)beslissing uitsluitend te baseren op de in dit document opgenomen informatie. Achmea IM is niet aansprakelijk voor schade die het gevolg is van een dergelijke (beleggings)beslissing.

De informatie in dit document is (mede) gebaseerd op informatie die Achmea IM van betrouwbaar geachte informatiebronnen heeft verkregen. Achmea IM garandeert niet de betrouwbaarheid van die bronnen en de juistheid en volledigheid van de van die bronnen verkregen informatie. De informatie in dit document is puur informatief en u kunt daaraan geen rechten ontleen. Alle informatie is een momentopname, tenzij uitdrukkelijk anders is aangegeven. Het verstrekken van dit document na de oorspronkelijke publicatiedatum is geen garantie dat de hierin opgenomen informatie op die latere datum nog juist en volledig is. Achmea IM heeft het recht om deze informatie zonder aankondiging te wijzigen. Het noemen van rendementen op beleggingen in dit document dient uitsluitend als uitleg en toelichting. Achmea IM spreekt daarmee geen verwachting uit over het rendement of koersverloop van die beleggingen. De waarde van uw belegging kan fluctueren en in het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De informatie in dit document is gebaseerd op door Achmea IM gemaakte aannames. Het is mogelijk dat andere aannames worden gemaakt dan de door Achmea IM gemaakte aannames. De door Achmea IM getrokken conclusies zijn daarom niet noodzakelijkerwijs juist en/of volledig.

U mag de informatie in dit document alleen voor eigen persoonlijk gebruik kopiëren. U mag de informatie niet overnemen, vermenigvuldigen, distribueren of openbaren zonder schriftelijke toestemming van Achmea IM. Alle informatie (teksten, foto's, illustraties, grafisch materiaal, handelsnamen, logo's, woord- en beeldmerken) blijft eigendom van of in licentie bij Achmea IM en wordt beschermd door auteursrecht, merkenrecht en/of intellectueel eigendomsrecht. Er worden geen rechten of licenties overgedragen bij gebruik van of toegang tot deze informatie.

Uitgegeven door: Achmea Investment Management B.V., statutair gevestigd te Zeist en kantoorhoudende te Zeist (Handelsregister nr. 18059537). Achmea IM is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten ("**AFM**") in Amsterdam als een beheerder van beleggingsinstellingen als bedoeld in artikel 2:65a Wft en is onder deze vergunning bevoegd tot het verlenen van de beleggingsdiensten als opgenomen in het door de AFM gehouden register.